

中国上場企業における所有構造上の特殊性が 企業業績とコーポレート・ガバナンスに与える『利点』

西 村 晋

はじめに

国家による上場企業の間接所有・支配や、株式の高度集中に代表される中国上場企業の所有構造の特殊性は、多様性ないし独自性として許容され得るものであるのか、それとも、先進資本主義国の上場企業と同様に、私有の経済主体によって所有されたり、大衆によって分散所有されるといったように「国際標準に収斂」されるべき問題なのであろうか。

従来、国家所有は国有企業のパフォーマンスを下げ、放漫経営による国有資産流失を招くと理解されてきた。また、筆頭株主突出現象（一股独大）¹⁾は、持株会社によって上場企業の利潤・資産が侵食されたり、上場企業の成長や中小株主の利害を阻害する原因になると理解されてきた。事実、1980～90年代までは国有企業の低効率是中国において非常に深刻な問題であった。また、一部の有力経済学者が再三にわたって民営化の必要性を訴えてきたことも、「国有企業のパフォーマンスは低く、民営化や株式の分散は必然的に必要となるであろう」という認識を、専門家を含む多くの人々に植え付けてきた。

しかしながら、株式会社制度の移植を中心とする現代企業制度の導入以後、有力国有企業は自ら経営改革を行ってきたし、また、現代企業制度の整備や国有資産監督管理体制の整備などが行われ、政策的にも国有企業が市場経済の優れた主体となることが支援・誘導されてきた。この結果として国有企業の業績が向上したとしても不思議ではない。

2000年代中ごろから、中国企業統治に特殊的なものである国家所有や筆頭株主突出現象を、市場化・改革の遅れと捉えるのではなく、肯定的に捉える研究・主張がしばしば発表されている。本稿では、日本国内では、従来、あまり引用されることのなかった比較的新しい実態調査を中心に検討する。これらの調査は、中国上場企業への従来からの理解からすれば、意外な結果を導き出している。

本稿では、国有持株会社による上場企業の株式の集中所有や、筆頭株主突出現象が、必ずしも企業業績に悪影響を与えるとは限らないとする近年の調査・研究を引用し、特殊な所有構造の与

1) 「一股独大」を和訳する場合は「一株独大」と直訳される場合が多いが、「一股独大」は筆頭株主が他の株主と比して突出した持株比率をもつ現象を表した用語であるので、筆者は「一股独大」を「筆頭株主突出現象」と和訳することが適切であると考えた。

える種々の効果について考察を行う。また、「関連取引」や「トンネリング」などの中国企業統治上に見られる特殊な問題が、筆頭株主突出現象それ自体によって引き起こされるのではなく、大株主と上場企業・中小株主の利害相反によって引き起こされるということを明らかにする。

1. 所有構造の特殊性は企業のパフォーマンスを弱めるという従来前提

国家所有は企業パフォーマンスを弱めるといった主張は従来から、中国の主流派経済学者や世界銀行をはじめとする有力機関による調査・研究、また、それらを引用した内外の研究において再三にわたって主張されてきた。実際、「国有企業のパフォーマンスが低い」ということは、改革開放以後、重要問題とされつづけてきた。また、パフォーマンスが優れないということを理由に国有企業を民営化すべきだとする経済学者は中国においても非常に多い。ここでは代表的な論者の一人である樊綱の主張をとりあげる。樊綱は企業改革を完成させるためには国有部門の縮小が必要であると指摘している。

樊綱（2003）の主張には、相応に説得力のある複数の根拠がある。市場経済の主体は多様でなければならないとするのが第一の根拠である²⁾。市場経済は単一の所有者の下では働かず、国有経済一色の下では市場メカニズムは機能しないためである。第二には、国有企業の経営者に求められる負担とインセンティブの問題である³⁾。まず、国有企業の経営者は所有者のような責任を持たせられるのに、その見返りとなる報酬は少ない。国有企業の経営者は高い要求を課されながらも、その報酬は見合うものではなく、また、要求が達成できなかった場合の罰も少ない。国有企業は市場経済の中で徐々に淘汰されるであろうし、政府と国民の負担となる国有企業の活動領域は縮小させるべきであると樊綱は論じた。このような主張は決して奇異なものではなく、相応の説得力を持つものではある。しかし、近年、このような主張とは相容れない調査結果が数多く発表されており、次節以降で詳述する。

また、中国会社法・証券法の制定にも携わり、中国への株式会社制度の導入と現代企業制度の確立に多大な貢献をした厲以寧（2004）も、株式が分散した公衆株式会社を中国の株式会社が目指す将来像として想定している⁴⁾。

上記のようなマクロ的な色合いの強い視点だけでなく、上場企業個々の企業統治の側面からも、国有持株会社に所有されている中国上場企業の問題が指摘されてきた。国有持株会社が支配に十分な株式を所有することによって、上場企業に「筆頭株主突出（一股独大）」現象が発生するとともに、国有持株会社に所有者としての利益最大化のインセンティブが働きがたいとする議論である。企業とその所有者の利益を侵害する要因として頻繁に議論に上がるものとして、次のような現象が挙げられる。「筆頭株主突出」現象を背景とした「内部者支配（内部人制御）」（「インサイダー・コントロール」とも和訳される）現象、さらに、「内部者支配」⁵⁾を背景として生じる

2) 樊綱著、関志雄訳（2003）、pp.137-143。

3) 同上書、pp.146-148。

4) 厲以寧（2004）pp.19-22。

「関連取引〈関聯交易〉」と「トンネリング」(Tunneling: 〈隧道行為〉, ないし, 〈掏空〉, ないし, 〈地下利益輸送行為〉と漢訳される)現象である。

「関連取引」と「トンネリング」という中国企業統治の中での大問題も、持株会社の強力な支配力の行使、および、その結果として引き起こされる持株会社によって選任された役員による「内部者支配」の弊害とされる問題である。今井健一(2008)は、「集团公司(≒国有持株会社)と上場企業の二層構造への再編による経営自主権の拡大」が、「インサイダー・コントロールによる少数株主の利益の侵害というリスクをもたらし」、その結果として「上場会社から持株会社への利益移転や、上場企業の資金調達力を背景とした過剰投資などの弊害が発生しやすくなる」と述べている⁶⁾。また、新会社法第16条によって、企業が支配株主へ担保を提供する場合は株主総会での決議が必要とされ、さらに、担保提供を受ける株主は当該議案の議決に参加できないこととなった⁷⁾。このような法改正が必要になったということそれ自体が、親会社等の大株主と傘下企業との間での不透明な「関連取引」が大問題とされた証拠である。「関連取引」と「トンネリング」は類義概念であり、両者が指す問題はおおよそ重複する⁸⁾。「関連取引」は、グループ内取引の事であるが、特に、グループ内の上位に位置する親会社(≒支配株主)が、上場している子会社に不利な取引・契約を行わせることによって親会社が子会社の利益を吸い上げる現象を指す。具体的には、親会社が子会社から融資を引き出したり、担保を提供させたり、(不動産などを)賃貸させることなどである。むろん、グループ内の企業同士が取引を行うことそれ自体に問題があるわけではない。親会社が大株主としての地位を濫用して、上場企業の資産を利用し、上場企業の財務や中小株主の利益に悪影響を及ぼすことが問題とされる。

陳・王(2005)は、「関連取引」の問題を解決するには、筆頭株主突出現象それ自体を解決しなければならないとする趣旨の結論を提示⁹⁾している。しかし、筆頭株主突出現象が直ちに上場企業の財務状況に負の影響を与えるものなのであろうか。株式の集中度と「関連取引」および

5) いわゆる「内部者支配」が発生した上場企業に対して、支配に足る所有権を持つものは筆頭株主であり、また筆頭株主は役員人事を含む重要事項に強力な影響力を及ぼす。このような企業は紛れもなく所有者支配型の企業である。中国上場企業において「内部者支配」が指摘された場合、その「内部者」の権力の源泉は筆頭株主であることに留意する必要がある。

6) 今井(2008), p.130。

7) 射手矢好雄・布井千博・周劍龍(2006), pp.23-24。

8) 「トンネリング」行為とは、上場企業が支配株主に対して有利な移転価格で資産の売却を行ったり、担保を提供するなどの方法を用いて、支配株主が経営資源を会社から自己に移転する取引を行うこと、または、少数株主に不利な金融取引を行うことを指す。Simon Jhonson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer(2000), pp.22-23。また、悪意ある関連取引とは、大株主が自身の支配株主としての地位を利用して、資産置換え等の手段を用いて上場企業から「トンネリング」を行うこと、上場企業と共謀して利益操作(粉飾)を行うこと、大株主が上場企業の担保を剥奪し銀行から貸し出しをうけること、などである。悪意ある関連取引については、陳暁・王琨(2005) p.77を参照。また、関連取引にはグループ内での研究成果の共有・移転など、上場企業とその株主の権益を全く侵害しないものも含まれるが、本稿で研究対象とする「関連取引」は、持株会社などの大株主が権利を濫用し上場企業やその株主に損失をもたらす悪意ある関連取引を指す。

9) 陳暁・王琨(2005), p.86。

「トンネリング」の因果関係はさほど単純なものではないとする研究が近年多数発表されており、これについては後に詳述する。

2. 所有構造の特殊性は企業パフォーマンスを低下させないとする近年の研究

国有企業の私有化を激しく批判してきた郎咸平（2004）は次のように論じている¹⁰⁾。

劉俏と肖耿による1995-2002年の中国の大中型製造業2万社を対象とした調査では、国有企業の利潤率は-1.39%であった。それに対して私営企業の利潤率は3.02%、集体企業0.94%、外資企業2.06%、香港台湾系企業1.80%、混合所有制企業1.63%であり、国有企業のパフォーマンスは明らかに低かった¹¹⁾。ちなみに、1990年代末の国有企業の財務パフォーマンスを扱った研究の多くは、国有株の比率が高いことは財務業績に負の影響を与えることを明らかにしている¹²⁾。

しかしながら、1990年代末の国有企業の業績が低かったことが、「国有資本は後退させ民間資本を前進させる〈国退民进〉」の論拠とはならないと郎（2004）は強調している。なぜなら、2000年代初頭以降の中国国有企業のパフォーマンスが向上してきているからである。

郎咸平と蘇偉文による2001年の香港市場上場企業を対象とした調査では、（中国本土の）国有企業のパフォーマンスは決して低くはないことが明らかとなった。国有企業（香港系ではなく本土系）のROAは4.3%、香港の同族企業のROAは4.1%であり、パフォーマンスの差はわずかなものである。香港市場に上場している大衆株式会社のROAはわずか0.5%であり、国有企業のROAははるかに高い。また、資産に対する企業価値の比率では、国有企業は1.13、同族企業は0.965、大衆株式会社は1.14であった。さらに、郎（2004）はCSMAR（中国証券市場財務データベース）を用いて2002年末のA株上場企業を調査している。この調査は国家の持株比率の多寡を基準にサンプルを五組に分けた。国有株比率の最も低い順にROAを示すと、第一組2.26%、第二組1.23%、第三組-1.46%、第四組3.16%、第五組5.05%となった。つまり、国有株と業績にはU字型の関係が見られ、国有株比率の高い企業のパフォーマンスは低くないことが明らかとなった。そして、郎（2004）は田利輝（2001）の実証研究でもほぼ同様の結果が出ていることを強調し、国有企業の業績は民営企業の水準に接近し得ると主張した¹³⁾。

田利輝（2001）の統計的調査では国有株が殆ど無い企業の企業価値は高く10%、20%、30%と

10) 郎咸平（2004）pp.60-72。

11) Qiao Liu, Geng Xiao（2004）。郎（2004）が引用した研究はQiao Liu, Geng Xiao（2004）“*Why do firms disguise their profits: theory and evidence from China*”であるが、その後、改題・加筆された“*Look who are disguising profits: an application to Chinese industrial firms*”が2008年8月現在閲覧可能である。

なお、改題後の論文において所有制別の総資産に占める利潤率の値は郎（2004）が引用した値と若干異なっており、国有企業-0.0147、私有企業0.0231、集体所有制企業0.0880、外資企業0.0218、香港台湾系企業0.0167、混合所有制企業0.0152となっている。とはいえ、いずれの値をとるにせよ、劉俏・肖耿（2004）の調査において、1995-2002年までの国有企業のパフォーマンスが非国有企業よりも低かったということに変わりはない。

12) 例えば、鄭徳理・沈華珊（2002）は、上場企業188社を対象とした研究において、1999年度の業績と、株式の集中度、および、国有株の比率に負の相関があることを明らかにしている。

国有株の割合が増えるに従って企業価値が低くなっていく。ここまでは、国家が所有する企業のパフォーマンスは低いという従来のないし常識的な見方を裏付けるものである。しかしながら、企業価値の値は国有株比率30~40%のレンジで底を打ち、ターニングポイントを迎える。国有株比率40%代以降は国有株の比率が増えるに従って企業価値も高くなっていった。田(2001)の調査結果をグラフ化し、横軸に国有株比率の割合を示し、縦軸に企業価値の高さを示すと、左端(国有株比率の最も低い側)が右側(国有株比率が最も高い側)より若干高く、40%台が底となるU字型カーブを示した¹⁴⁾。田(2001)や郎(2004)の調査結果と同じような筆頭株主の持株比率と企業業績とのU字型関係は、国有企業か否かを問わない筆頭株主の持株比率と業績との関係を調査した研究においても見られている。

徐向芸・王俊韡(2005)の2004年の上海・深圳市場上場企業101社を対象とした調査では、(非国有の)法人株主が筆頭株主である企業のパフォーマンスが高いという結論になっているものの、やはり筆頭株主の持株比率と業績の間にU字型とよく似た関係が見られた。徐・王(2005)の調査では、筆頭株主が法人株の所有者である場合、法人株が0~6.95%の時にパフォーマンスと法人持株比率に正の相関があり、6.95~42.77%の時には負の相関があるものの、42.77%を超えると再び正の相関関係となった。また、筆頭株主が国有法人である場合、筆頭株主の持株比率0~44.34%までは持株比率とパフォーマンスの間に負の相関があるものの、44.34%を超えると正の相関が見られた¹⁵⁾。

曹廷求・楊秀麗・孫宇光(2008)は、筆頭株主への株式集中が企業業績にどのような影響を与えるかを調査した(2004年1075社、2005年1076社、2006年1066社、のべ3217の中国上場企業のサンプルを用いている)。全サンプル企業の筆頭株主の持株比率の平均は40.0%(中央値は37.8%)であったが、筆頭株主の持株比率平均は年々下降していく傾向が見られた(2004年の平均は42.5%、2005年の平均は40.9%、2006年の平均は36.2%)¹⁶⁾。曹ら(2008)は最小二乗法等を用いてこれらのサンプル企業の株式の集中度とROAの相関関係を調査した結果、筆頭株主の持株比率とROAの間に郎(2004)や田(2001)の調査結果とよく似たU字型の関係が見られた。また、根源的な所有者によって迂回所有される株式の比率とROAとの関係も値が若干異なるU字型曲線を示した。ちなみに、曹ら(2008)の調査では、筆頭株主突出現象が最も顕著に起きている側が、株式が最も分散している側よりもかなり高いパフォーマンスを示している¹⁷⁾。曹らは

13) 郎咸平(2004), pp.61-64。なお、郎はこれらの調査結果を根拠の一つとして国有企業の民営化に対して強烈な批判を展開し続けており、中国の一部の個人投資家等から熱烈な支持を受けている。社会主義経済理論を専門とする本土の研究者によって従来から国有企業の民営化は批判されていたものの、郎は財務管理とコーポレート・ガバナンスを専門としており、社会主義的な私有化批判論とは大きく異なっている。

14) Lihui Tian (2001), pp.24-25.

15) 徐向芸・王俊韡(2005), p.118.

16) 曹廷求・楊秀麗・孫宇光(2008), pp.26-27。ところで、筆頭株主持株比率が徐々に低下しているという近年の傾向には、筆頭株主突出現象や集中所有が業績に悪影響をもたらすはずだ、とする従来の理解が大いに影響しているものと思われる。

17) 曹ら(2008)は、この点で田の先行研究とは不完全に一致する結果となったと述べている。

このような調査結果が出たことを、「筆頭株主の持株比率が一定程度より高ければ、上場企業の利益を侵食する行為（トンネリングなど）を行うインセンティブが低下する。この結果、業績が上昇したのである」と解釈している¹⁸⁾。

張恩众（2007）は、2004年のCSMER データベース中の1302社を対象に筆頭株主の持株比率とROEの相関関係を調査した。張（2007）の調査では、筆頭株主の持株比率とROEとの単純な線形関係は見られなかったものの、総体的には、筆頭株主の持株比率が高くなるほど、企業業績は向上することがわかった¹⁹⁾。

中国の株式市場の歴史は短く、また、競争環境等の所有構造以外の要因も強く働くため、必ずしも全ての調査において一致した結論が出ているわけではないものの、近年の研究では、高い国有株の比率や株式の高度集中が企業業績に悪影響を与えるわけではないと論じているものが数多く見られる。

3. 極端な筆頭株主突出現象は業績や透明性に好影響を与え得る

中国上場企業の所有構造と業績の関係についての複数の調査結果は、意外なものである。株式の高度集中や国有株の高度集中が企業業績に好影響を与える背景にはどのようなメカニズムがあるのだろうか。

田利輝（2005）は、前述の田（2001）の調査結果の因果関係が中国の公有制企業がかならずしも、西側の研究と一致せず、また、計画経済下の中国国内の認識とも一致しなかったということの問題意識とし、「政府株主の両手論〈政府股東両手論〉」というモデルによって国家所有と企業業績との因果関係を説明している²⁰⁾。国有株の株主の持株比率と業績の影響は複雑なものであり、特定状況の下で、国有財産権は一定の正の作用をもたらすというものが田（2005）の「政府株主の両手論」の枠組みである。

抽象論として、田（2005）は次のように説明できるとする²¹⁾。合理的な意思決定を行う政府は、自らが所有する企業の政治利益と経済利益を同時に達成することを追求する。企業業績を減損させる政治関与を示す「収奪の手」(Grabbing Hand) と、好ましい監督や優遇措置という「援助の手」(Helping Hand) という二つの異なる作用が働く²²⁾。逆の効果がある二つの「手」

18) 曹廷求・楊秀丽・孫宇光（2008），pp.33-34。これらの調査結果が2000年代の上場企業を対象とした調査とは真逆の結果であることに注目すべきである。また、曹らの調査では、企業規模が大きくなるほど株式の集中度が高くなること、国资委を根源的な支配者とする企業のROA（平均0.017）が法人を根源的な支配者とする企業（平均0.013）や個人を根源的な支配者とする企業（0.001）より高いことなど、興味深い調査結果が導き出されている。

19) 張恩众（2007），pp.43-44。

20) 田利輝（2005），pp.49-56。

21) 田利輝（2005），p.49。

22) Helping Hand および Grabbing Hand の用語それ自体は、マクロ経済学等の分野において政府の市場への介入を論じる際に頻繁に用いられているものである。この二つの「手」とは、言うまでもなく市場の「見えざる手」に対する政府の「見える手」を示す概念である。

のどちらがより強力に作用するかは、国有株の多寡に応じて変化するため、U字曲線が生まれる。

「収奪の手」における政治関与とは、具体的には企業の財産を政治・社会目的のために転移させることである。たとえば、レイオフされる労働者に新たな職が見つかる機会を作れない限りは、政府や地方政府に支配される企業は、余剰人員を全てレイオフさせる決定を下すことは難しい。大量の失業者を発生させないことは、社会の管理者たる政府にとっては有利なことだが、個々の企業の財務業績に対しては損失を与えるものである。ゆえに、企業利益に関心を持つ一般株主は、政治関与は抑制させようと試みる。政府の株主としての影響力が増大するならば、企業は政治・社会問題により多くの関心を持つことを迫られてしまい、結果として企業業績に悪影響を与えてしまうからだ。ほかの条件が同じであるならば、国有株が増えるほど、政府の影響力が増大し、政治関与の程度も大となる。その結果は、企業業績の悪化となって表れる。ここで注意せねばならないのは、国家の持株75%の企業Aと、国家の持株50%の企業Bとの間で、政府による関与の力は同程度である、ということである。政府株主が支配権を確保できるかどうかという臨界点を越えた後、それ以上、政府持株比率が増大しても、政治関与の強度（≒政治・社会的目的による企業業績への悪影響）は高まらないわけである（過半数をはるかに超える持株を筆頭株主に所有される企業と、過半数程度の持株を筆頭株主に所有される企業の間で、筆頭株主の支配力に差があるわけではないため）。「収奪の手」論は、企業の国家所有は企業の財務パフォーマンスを低下させるというメカニズムであり、国有企業は非国有企業よりも効率が低いとする見方を裏付けるものである。

しかし、「収奪の手」と逆の作用をする「援助の手」が存在する。「援助の手」の内容は大別して二つあり、ひとつは筆頭株主による企業統治活動、もうひとつは筆頭株主が政府の代理人であることを理由にして発生する優遇措置である。ここでの株主による企業統治活動とは経営者の行動の監督とインセンティブ付与などの事である。監督とインセンティブ付与にはコストがかかるものの、企業価値を上昇させる。国家の持株が比較的多く、企業との経済利益の関係も比較的大きければ、派遣した取締役の能力強化などといった監視強化のための支出も比較的大きくなる傾向にある。その他の条件が一定であれば、国有株の比率が多いほど、政府の企業に対する企業統治活動は強化され、企業業績の効率は上昇する。国有株が比較的少ない状況では、傘下企業の利益がさほど大株主としての政府にとって重要ではなく、かつ、政府の傘下企業に対する影響力が比較的少ないと、政府は傘下企業のガバナンス強化に力を割くことが不可能であるか難しくなる。

国有株は企業価値を下降させる結果を導くが、国有株が極端に多い状況の下では、企業価値を上昇させる。そして、国有株の比率の高い企業の国有株を減らしていくことは、(多くの上場企業を) U字型曲線の底部に落とすこととなり、結果として企業価値と投資家収益にマイナスの影響を及ぼすと田(2005)は警告している²³⁾。企業業績を抑制する「収奪の手」は、支配に十分な株式を所有したならば、それ以上、国有株が増えたとしてもより強力に作用することはない。

23) 田利輝(2005), p.57。

しかし、企業業績にプラスの効果がある「援助の手」は国有株が増えれば増えるほどに強力に作用する。ゆえに、国有株が中程度に多い企業のパフォーマンスが最も低く、国有株が極端に多い企業のパフォーマンスが高いU字型曲線が生まれるというのが、田（2005）の「政府持株の両手論」の視点である。

大株主の持株が増えれば増えるほどに企業統治活動は活発になるとする田（2005）の指摘と共通する研究は複数存在する。筆頭株主支配が企業業績に良い影響を与える主要原因として、張恩众（2007）は、支配株主による監督活動が熱心に行われることを挙げている。2004年に証券監督管理委員会から処罰を受けた26社の筆頭株主持株比率平均は35%、2005年に処罰を受けた14社の筆頭株主持株比率の平均は30%であり、株式の集中度が低めの企業に不正行為が発生したことがわかる。株式が分散している場合、大株主が監督を熱心に行った場合、自身の収益に対する監督コストは高くつく（他の中小株主がフリーライダーになるため）。反面、大株主の持株比率が極めて高い場合は、大株主が監督行為にコストをかけた場合の自らへの見返りは株式が分散している場合より大きくなる²⁴⁾。

大株主が合理的な行動をとるならば、株式が高度に集中しているほど、インセンティブ付与や監督権の行使に積極的にはげむようになる。大株主の持株比率がさほどでもない場合、ゲーム理論的な抜け駆け・騙しあいの問題が発生する。上場企業（と小株主）に損失を与えたとしても、大株主単体の収益を向上させるためにトンネリングを行うことが合理的な選択となる。すなわち、社会公衆に株式を分散所有させ、国有株の株主がフリーライダーを狙うといった発想は非現実的なものである²⁵⁾。以上のことから、株式の分散を無造作に進めることは、企業パフォーマンス向上にマイナスであると張（2007）は結論付けている。厲以寧はじめ、多数の有力経済学者が、株式会社制度を活用し、大衆の資本を動員することで国家の出資をレバレッジできると考えてきた。しかし、張（2007）の分析はこれらの見方とは全く正反対のものである。

意外なことではあるが、筆頭株主の持株比率とディスクローズの水準に正の相関があるという調査結果もある。呂惠聡（2006）は2004年の深圳証券取引所上場企業508社（深圳取引所の全上場企業中、B株・H株企業および金融業等を除外し、最終的に調査対象企業は480社に絞られた）をサンプルとし、大株主支配と監査・監督・ディスクローズの質との相関関係を調査した²⁶⁾。ディスクローズの質は、深圳証券取引所による上場企業のディスクローズに対する評価（投資家に公開される情報）を利用している。深圳証券取引所のディスクローズ等級では、6.04%の企業が優秀、60.63%の企業が良好、29.17%の企業が可、1.17%の企業が不可であった。また、呂（2006）の調査対象企業の筆頭株主の持株比率は、最大が84.98%、最小が0.26%であり、平均は40.1%であった²⁷⁾。

24) 張恩众（2007），p.44。

25) 張恩众（2007），p.44。なお、国有株比率を下げ、民間資本を導入することで国有資本が有効に用いられるとする主張については、樊綱著、閔志雄訳（2003），pp.149-151などを参照せよ。

26) 呂惠聡（2006）「大股東控制，審計監督与信息披露質量－来自深圳上市公司經驗證據－」『經濟管理・新管理』2006年11月第22期，pp.38-45。

筆頭株主の持株比率、国有か非国有か、国際四大会計事務所に監査を依頼しているかどうか、監査委員会の設置の有無などを点数化した。そして、点数化されたディスクローズ水準と筆頭株主の持株比率の相関関係を調査した²⁸⁾。その結果、筆頭株主の持株比率とディスクローズの質には正の相関があった。また、筆頭株主が国有株の所有主体であることと情報公開の質にも正の相関があった。反面、筆頭株主が国有株の所有主体であることは世界四大会計事務所に監査を依頼しているかどうか、監査委員会を設置しているかどうかという点では（他の所有構造を採る企業よりも）劣っていた²⁹⁾。

呂（2006）はこの結果について、次のように説明している。筆頭株主の持株比率が高いほどトンネリングのインセンティブが弱まり、かつ（上場企業の）利益を発展させる効果が強くなっていく。さらに、大株主が資本市場からの好ましいイメージを得、中小株主・債権者・監督機関からの好感を得て、融資のコストを低下させようとするために、ディスクローズをより質の高いものにしようとする動機が働く³⁰⁾。

2000年代に発表された複数の研究で「U字型」関係、また、筆頭株主持株比率や国有株比率と業績との正の側面について言及されており、中国上場企業の特殊な所有構造を中国企業統治問題における諸悪の根源とは看做さない見方が出始めてきている。

業績と持株比率の関係を扱った研究において、その多くが、業績に影響を与える主要な原因として「トンネリング」を指摘している。ここでひとつの疑問が生じる。従来、「トンネリング」は株式の集中を背景として発生すると説明されてきた。かなり高度に株式が筆頭株主に集中している企業において、果たして「トンネリング」は減少するのであろうか。

李増泉・孫錚・王志偉（2004）は、2000～2004年のA株上場企業（2000年962社、2001年956社、2002年1092社、2003年1140社）を対象に、所有構造が「トンネリング」にいかん影響を与えるかを調査している。なお、この調査では、大株主による「トンネリング」を計測する指標として、開示が義務付けられる大株主－上場企業間の「関連取引」のうち、売掛金・前受金等の営業活動に関連する勘定科目を除いた「非経営性」の債権を用いている。その結果、大株主の持株比率と「トンネリング」の程度の間には非線形関係が見られた。筆頭株主の持株比率40%台までは、筆頭株主の持株比率が上がるに従って、大株主による「トンネリング」の上場企業の総資産に占める比率が高まり、筆頭株主の持株比率が40～50%の間で「トンネリング」は最も顕著となった。しかしながら、筆頭株主の持株比率が50%を超えると、筆頭株主の持株比率が高まるほど、大株主が占有する資金の上場企業の総資産に占める比率も下降した³¹⁾。李・孫・王（2004）の調査

27) 呂惠聡（2006），pp.42-43。

28) 呂惠聡（2006），pp.40-42。

29) 呂惠聡（2006），pp.42-45。

30) 呂惠聡（2006），p.45。ただし、この説明には疑問が残る。資金調達を有利にするためにディスクローズの質を高めるとするならば、大株主の持株比率がさほど高くない企業においても、同様に市場からの信頼を得る必要がある。

31) 李増泉・孫錚・王志偉（2004），pp.7-10。

は若干古いものではあるが、上述した筆頭株主の持株比率の業績に対する影響についての分析と、おおよそ一致する結論が導き出されていると言ってよい。

4. 現代企業制度の最大の盲点—株主間の利益相反—

しばしば、「トンネリング」や不公正な「関連取引」は株式の集中によって起こると理解され、そのために、「トンネリング」問題を解決させるためには株主の多元化や株式の分散が必要であると主張されがちであるが、このような理解は、2000年代中盤の実態にはそぐわないものと言える。

既に見たとおり、筆頭株主突出現象が顕著に出ている企業よりも、筆頭株主突出現象が中程度～比較的弱い企業において、上場企業の財務パフォーマンスや一般株主の利害と大株主の利害が最も対立しやすく、筆頭株主によるトンネリングのインセンティブも強まるからである。企業統治問題の多くは、株主とその代理人たる経営者との関係を扱うものの、「トンネリング」においては、支配株主とそれ以外の株主の間の利害対立により注目する必要がある。

とはいえ、過半数をはるかに超える株式を持株会社が保有したままであるというのは、裏を返せばそれだけ大衆資本を広く集められていないということでもあり、株式市場に上場している意義が大きく減じてしまう。一般株主と支配株主の利害相反が最も顕著であり、また、財務パフォーマンスも低い傾向にある筆頭株主所有比率30～50%台の企業は、ある意味で最も現代企業制度を体現した存在である。他の企業や外資からの敵対的買収を防ぎつつも、株式市場を活用して広く資本を導入し、株主を多元化させるには、3～5割程度の持株を保有することが妥当である。1986年に厲以寧が中国企業への株式会社制度導入を提唱した際にも、産業会社に対する国家支配を維持しつつ、広範な大衆に株式を所有させるという構想を掲げていた。

「内部者支配」現象は、計画経済から市場経済への移行期にある国に特殊的に発生する現象であるが、「トンネリング」は、市場経済制度が未成熟の国や発展途上国の企業においてはもちろん、先進国の企業においても発生する現象である³²⁾。

Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph.P.H.Fan, Larry H.P.Lang (2002) は、香港・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイの公開会社1301社を対象に、大株主所有が企業業績に対してどのような影響を及ぼすのか調査した。Claessensら(2002)の分析では、筆頭株主の持株比率が高ければ、筆頭株主に強力な利潤追求のインセンティブを生む。反面、支配権が大株主に集中するほど、大株主は会社から利益を抜き取ることが容易になり、企業の財務業績に負の影響を与え、また、少数株主は不利益を被る。ピラミッド型支配やクロス・ホールディングなどを通じて、筆頭株主が直接的な持株以上の支配権を手中にした場合、とりわけ後者の負の影響が強くなる。このような支配権と所有権のギャップから生じる業績への負の影響は、いわゆる塹壕効果 (Entrenchment Effect) と呼ばれるものである。Claessensら(2002)

32) Jhonson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer (2000) の研究は新興国を対象としたものであるが、先進資本主義国においてもトンネリングは発生し得ると結論づけている。

の研究では、大株主の直接的な所有権と支配権の差が大きくなるほど、壟断効果は強まり、財務パフォーマンスが低下することが明らかとなった³³⁾。

筆頭株主が発行済み株式の4割程度を保有している場合には、支配権はほぼ完全に確保しているものの、配当の半分以上は他の株主に流れてしまう。このような場合、大株主は通常の利益処分以外の方法で、上場企業から利益を得ようとする誘引が働く。一見トリッキーかつ中国に特殊なものとも解釈できる大株主の持株比率と業績との関係には、相応に合理的な因果関係がある。筆頭株主突出現象や、大規模上場企業の国家所有は中国に特殊な現象ではあるものの、他国における大株主と中小株主との利益相反問題を対象にした研究においても上場企業のパフォーマンスへの筆頭株主の相反する影響が検討されている。

2005年以降の非流通株改革〈股権分置改革〉においては、非流通株を保有する大株主と、流通株を保有する一般株主との利益相反を解決することが大きな目的とされた。しかしながら、非流通株改革後も、大株主が強力な支配権を持つという状況は続いているのであり、「トンネリング」を初めとする中小株主の利益を損ねる大株主の行為が解決されたわけではない³⁴⁾。本稿で指摘した問題は、過去のものでないばかりか、早晩に解決が期待できるものでも決してない。大衆資本の動員と、株主間の利害の調和・業績の向上がトレード・オフの関係にあるということは、まさに現代企業制度最大の盲点と言ってよい。

おわりに

中国企業のガバナンスの特殊問題は、所有構造の特殊性それ自体によって引き起こされるのではない。株式会社制度の活用と国有持株会社による支配とが、程よく組み合わせられればされるほど、「関連取引」や「トンネリング」の問題の程度が強力になるのである。従来は、国有株を減らす、株主を多元化させる、あるいは、株式をより分散させるといったことでこれらの問題を解決することが提言されがちであった。即ち、中国上場企業の所有構造の特殊性を排除する改革によって、業績を向上させる、あるいは、トンネリングや内部者支配を抑制するといったことが述べられがちであった。しかし、このような主張は、近年の中国上場企業の実態調査とは全く相反するものである。

中国上場企業のガバナンス問題が論じられる際、最も頻繁に問題とされるのが、国有持株会社等の存在に起因する筆頭株主突出現象、ないし、「内部者支配」現象によって中小株主の利害が軽視されているということである。支配株主と上場企業の利益相反問題、さらに、大株主と中小株主の利益相反問題が、社会主義市場経済制度下には無い途上国・中進国においても発生しているという事実は、中国企業統治を考える上でも価値のある事実となる。「内部者支配」を牽制す

33) Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph.P.H.Fan, Larry H.P.Lang (2002) pp.2754-2756. なお, Larry H.P.Lang は郎咸平の英語名。

34) 非流通株が撤廃された後の株式市場においても大株主による「トンネリング」行為や情報操作が行われるとする見解については、孔兵(2007)を参照せよ。

るために、独立取締役の導入・監査委員会の設置などといった、先進資本主義国における「経営者支配」に対する「株主反革命」の方法論を流用し、期待されたほどの効果を上げられなかったことは当然の結末である。なぜなら、米国等の企業統治の経験は、主に、株主と経営者との利害を一致させるという視点のものであるため、本稿で問題とした株主間の利害対立を緩和させるという目的に適合しない。

なお、本稿では、極端な筆頭株主突出現象は財務業績や透明性に良好な影響を及ぼし得ることを明らかにしたものの、国有持株会社等の大株主が圧倒的な持株を背景に経営陣の意思決定や取締役会の監督にどのような影響を与えるかということについては殆ど考察していない。トップ・マネジメントが株主利益を志向するか、あるいは「トンネリング」を志向するかという問題を明らかにすることは中国企業統治の特質を考える上でおそらく重要なものであり、これは今後の研究課題としたい。また、中国における「トンネリング」行為は、産業会社と銀行の特殊な関係が背景となっているが、これについては別の機会で述べることにする。

〈主要参考文献〉

- ・ Lihui Tian (2001) "Government Shareholding and the Value of China's Modern Firm," *William Davidson Institute (WDI), Working Papers*.
<http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/39779/3/wp395.pdf> (閲覧日, 2008年8月22日)
- ・ Qiao Liu, Geng Xiao (2004) "Look who are disguising profits: an application to Chinese industrial firms," <http://www.econ.hku.hk/~qliu/wp/profit.pdf> (閲覧日, 2008年8月22日)
- ・ Simon Jhonson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer (2000) "Tunneling," *The American Economic Review*, May 2000, pp.22-27.
- ・ Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph.P.H.Fan, Larry H.P.Lang (2002) "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.6 (Dec.2002), pp.2741-2771.
- ・ 川井伸一 (2003)『中国上場企業－内部者支配のガバナンス－』創土社。
- ・ 樊綱著、関志雄訳 (2003)『中国 未完の経済改革』岩波書店。
- ・ 劉永鵬 (2003)「中国集体郷鎮企業の『改制』とコーポレート・ガバナンス」『作新経営論集』第12号, pp.39-52。
- ・ 射手矢好雄・布井千博・周劍龍 (2006)『改正中国会社法・証券法』商事法務。
- ・ 今井健一 (2008)「「持株会社天国」としての中国」下谷正弘編『東アジアの持株会社』ミネルヴェ書房, pp.124-164。
- ・ 厲以寧 (1986)「我国所有制改革的設想」『人民日報』1986年9月26日星期五, 第5版。
- ・ 鄭德理・沈華珊 (2002)「股權結構与公司治理」『中山大學學報(社會科學版)』2002年第1期(總175期) pp.111-121。
- ・ 李增泉・孫錚・王志偉 (2004)「“掏空”与所有權安排－来自我国上市公司大股東資金占用的經驗証据－」『會計研究』2004年第12期, pp.3-13, p.97。
- ・ 厲以寧 (2004)「論新公有制企業」『經濟學動態』2004年第01期, pp.19-22。
- ・ 郎咸平 (2004)「国企業績効分析和職業經理人制度建立」劉貽清・張勤德主編 (2005)『郎旋風 關於國資流失的大討論』中国財政經濟出版社, pp.60-72。

- ・ 徐向芸・王俊韡 (2005) 「股權結構与公司治理績效実証分析」『中国工業經濟』2005年第6期, pp.112-119。
- ・ 陳曉・王琨 (2005) 「關聯交易, 公司治理与国有股改革」『經濟研究』2005年第4期, pp.77-86, p.128。
- ・ 田利輝 (2005) 「国有股權对上市公司績效影響的U型曲線和政府股東兩手論」『經濟研究』2005年第10期, pp.48-58。
- ・ 呂惠聡 (2006) 「大股東控制, 審計監督与信息披露質量 - 来自深圳上市公司經驗証据 - 」『經濟管理・新管理』2006年11月第22期, pp.38-45。
- ・ 張恩众 (2007) 「大股東控股与公司績效の実証分析」『科学・經濟・社会』第25卷, 2007年第1期, pp.41-44。
- ・ 孔兵 (2007) 「全流通市場“隧道効応”, “信息披露操縱” 行為与監管对策」『当代經濟科学』第29卷第5期, pp.80-86。
- ・ 曹廷求・楊秀丽・孙宇光 (2008) 「股權結構与公司業績: 度量方法和内生性」『企業管理研究』2008年第1期, pp.24-35 (なお, この論文の初出は『經濟研究』2007年第10期, pp.126-137である)。